

X CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"
Roma, 22-23 febbraio 2019

GIUSEPPE ANTONIO POLICARO

Lo sviluppo in Italia dell'*equity crowdfunding*: un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Le diverse tipologie di *crowdfunding*. - 2.1. *Donation-based crowdfunding*. - 2.2. *Reward-based crowdfunding*. - 2.3. *Lending-based crowdfunding*. - 2.4. *Equity-based crowdfunding*. - 3. La nascita dell'*equity-based crowdfunding* in Italia: uno stretto legame, in un primo momento, con le *start-up* innovative. - 4. La situazione attuale a seguito delle modifiche alla normativa in materia di *equity crowdfunding*. - 4.1. Maggiori poteri alla Consob a seguito dell'ampliamento dei soggetti che possono negoziare partecipazioni sui portali *online*. - 4.2. Le deroghe al diritto societario e la necessità di un aumento di capitale da parte della società emittente. - 5. Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online*. - 5.1. I soggetti autorizzati a gestire il portale *online* e le tutele per gli investitori. - 5.2. L'operatività del portale. - 5.3. *L'auto-collocamento delle partecipazioni*. - 5.4. Un mercato secondario per le partecipazioni negoziate direttamente sul portale *online*? - 6. Conclusioni.

1. Introduzione

Come è noto, il termine *crowdfunding* indica il processo con cui più persone ("folla" o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*) attraverso una piattaforma informatica - senza quindi l'ausilio dei consueti intermediari - al fine di finanziare un progetto imprenditoriale o altre iniziative in una moltitudine di settori (immobiliare, artistico, culturale, scientifico, altruistico), ricevendo in cambio, sperabilmente, un utile o, comunque, un

riconoscimento¹. Il concetto - in definitiva - non è rivoluzionario e neanche molto diverso da una tradizionale 'colletta', di cui esiste ampia casistica nell'ambito di progetti culturali, sociali, filantropici².

Si tratta, in ogni caso, di un fenomeno relativamente recente che vede la sua nascita verso la fine degli anni duemila, grazie alla comparsa di piattaforme informatiche in cui gli investitori possono visualizzare, in un unico luogo di incontro, diverse iniziative finanziabili³. A fronte quindi di una "mediazione", le piattaforme garantiscono visibilità a diverse iniziative imprenditoriali e non, con l'indicazione di un *plafond* da raggiungere e del termine entro il quale far pervenire le offerte di finanziamento.

Al riguardo, si suole distinguere tra finanziamenti per progetti che non potranno prendere vita senza il raggiungimento del *plafond*, piuttosto che di progetti per cui l'eventuale mancato supporto finanziario degli investitori non pregiudicherà comunque il medesimo progetto (in quanto - almeno in parte - già realizzato): nel primo caso siamo di fronte al c.d. *ex ante crowdfunding*, nel secondo, al *post facto crowdfunding*⁴.

¹ Lo strumento del *crowdfunding* nella sua configurazione attuale vede le prime piattaforme attive non prima del 2005; cfr. A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, in *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, New York, 2012, p. 371 ss. Secondo J. C. DE MARTIN, *Crowdfunding, 'le collette' per il rilancio*, in *La Stampa*, 27.7.2013, il termine è stato coniato nel 2006 da Michael Sullivan con il lancio della piattaforma "*fundavolg*" (incubatore di progetti legati a videoblog), piattaforma che prevedeva la possibilità di elargire donazioni *online*.

² Così, Politecnico di Milano, Osservatorio CrowdFunding, *2^o Report Italiano sul Crowdinvesting*, 2017, p. 7, in www.osservatoriominibond.it. Secondo invece la Consob "il termine *crowdfunding* indica il processo con cui più persone ("folla" o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti *internet* ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa; cfr., Consob, www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding; M. TENCALLA, *Equity Crowdfunding per tutte le PMI con la Legge di Bilancio 2017: aspetti tributari*, in *Rivista di Diritto Tributario*, 2017, 3, p. 27 ove l'autrice definisce il fenomeno come: "il processo con cui più persone conferiscono somme di denaro per finanziare un progetto utilizzando siti *internet* e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa".

³ Cfr. A. PAVAN, *Il Crowdfunding, cambia il tradizionale modo di fare impresa*, Padova, 2018, p. 7, secondo cui la diffusione del fenomeno si debba al successo che ne fece la piattaforma americana Kickstarter, attiva dall'aprile 2009.

⁴ L'ipotesi del *post facto crowdfunding* riveste minore interesse ai fini della presente disamina, in quanto il contributo versato può variamente essere inquadrato come elemento di un rapporto sinallagmatico; quantomeno in Italia, in presenza di tale fattispecie

In entrambe le ipotesi, le piattaforme *internet* non rappresentano solo un "luogo virtuale" dove domanda e offerta si incontrano, ma anche un primo filtro in ordine alla bontà dei progetti proposti ad una vasta platea di soggetti, platea che tende ad essere formata sempre più da investitori (e non solo da finanziatori): nel tempo, infatti, le iniziative presentate hanno acquisito sempre più caratteristiche imprenditoriali, spingendo i *crowdfunders* a credere e sperare di ricevere in futuro possibili ritorni⁵.

Da queste prime definizioni emerge come il fenomeno del *crowdfunding* risulti caratterizzato dal almeno tre elementi, ovvero la platea di soggetti coinvolti (*crowd*), l'attività di investimento ed il progetto alla cui realizzazione mira l'attività di raccolta dei fondi⁶. Insomma, il *crowdfunding* è definibile, almeno da un certo punto di vista, come un investimento collaborativo dal basso o - argutamente e come è stato osservato - "una forma di democratizzazione della finanza, che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi *online*, attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli"⁷.

dovranno applicarsi le regole poste dal codice del consumo (artt. 50 ss. d.lgs. 206/2005) e dal d.lgs. 70/2003, attuativo della direttiva 2000/31/CE relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione nel mercato interno, con particolare riferimento al commercio elettronico. Si sottolinea, per completezza di dati, come anche l'ESMA abbia proposto la suddivisione in due grandi macro-aree (*financial* e *non-financial*) delle varie forme di *crowdfunding* presenti, alla luce della eventuale presenza o non di una remunerazione per il contribuente. Cfr., al riguardo, ESMA, *Position paper on crowdfunding*, 2014, punto 11, rinvenibile sul sito <http://www.esma.europa.eu>.

⁵ Cfr. A. PAVAN, *op.cit.*, p. 8. Nel tempo, infatti, il *crowdfunding* ha mutato i propri riferimenti, dapprima prettamente sociali e filantropici, oggi più imprenditoriali e rivolti al profitto.

⁶ Cfr. A. PAVAN, *op. cit.*, p. 20; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto crescita"*, in *Soc.*, 2013, p. 818 ss.; G. FERRARINI, *I Costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. Econ.*, 2013, p. 215.

⁷ Così E. FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, V convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, "Orizzonti del diritto commerciale", "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi", Roma, 21-22 febbraio 2014, p. 4.

2. Le diverse tipologie di *crowdfunding*.

La complessità (ed il successo) del fenomeno *crowdfunding* è corroborato dalle tipologie in cui può essere spiegato e classificato⁸: traendo ispirazione dal contesto finanziario americano (focalizzato, come è noto, in particolare sul fattore remunerativo) è possibile individuare quattro principali varianti: il *donation-based crowdfunding*, il *reward-based crowdfunding*, il *lending-based crowdfunding*, e, infine, oggetto del contributo, l'*equity-based crowdfunding*⁹.

2.1. *Donation-based crowdfunding*.

La prima forma di "raccolta" individuata è precipuamente impiegata a scopi filantropici; a fronte delle risorse versate tramite la piattaforma non è prevista alcuna forma di remunerazione, potendosi quindi ricondurre - sul

⁸ Lo sviluppo del *crowdfunding* ha peraltro suscitato l'attenzione anche della Commissione dell'Unione Europea, che lo ha richiamato nel *Libro Verde "Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea"*, COM (2013) 150, par. 3.4, p. 19 s., realizzando altresì un'indagine conoscitiva mediante una consultazione ancora oggi presente e rinvenibile in http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm).

⁹ Si tratta delle fattispecie riconosciute dal rapporto redatto da Massolution, organizzazione statunitense che pubblica annualmente il c.d. "*Crowdfunding Industry report*", ritenuto attualmente lo studio più approfondito sul tema; cfr. G. QUARANTA, *Il crowdfunding*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2017, 4, p. 915. Tra coloro che hanno provato ad individuare talune classificazioni del fenomeno oggetto di analisi si segnalano, in Italia, E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, p. 92 ss.; U. MINNECI, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale - Rivista telematica*, 2014, 1, p. 2 ss.; M. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Soc.*, 2013, p. 819; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 394; P. ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, n. 3, p. 2 ss.; G. QUARANTA, *Crowdfunding. Il finanziamento della folla, o dei "folli"?* in *Dir. Econ. Imp.*, 2016, 5, p. 241 ss. Nella letteratura straniera cfr., *ex alias*, E. BURKETT, *A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation*, in *Transactions Tenn. J. Bus. L.*, 2011, Vol. 13, No. 1, p. 66 ss., 71 ss.; A.A. SCHWARTZ, *Crowdfunding securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 2012, Vol. 88, No. 3, p. 1459 s.; J.M. HEMINWAY, S.R. HOFFMAN, *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in *Tenn. L. Rev.*, 2011, Vol. 78, No. 4, p. 881; C.S. BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *Colum.Bus. L. Rev.*, 2012, Vol. 2012, No. 1, p. 10 ss.

piano giuridico - ad un contratto di donazione. Il riconoscimento ricercato dall'investitore è quindi prettamente morale e simbolico¹⁰.

Non di rado, tramite tali piattaforme, sono proposte più opzioni per effettuare beneficenza, mettendo a confronto - o comunque offrendo più possibilità di scelta - diverse cause sociali da sostenere¹¹.

2.2. Reward-based crowdfunding.

Lo schema del *reward-based crowdfunding* è caratterizzato, invece, dalla raccolta di fondi a fronte di uno scambio piuttosto che con l'obiettivo di perseguire una ricompensa (*reward*) correlata all'ammontare della medesima offerta.

Nel primo caso non sembrano potersi rinvenire particolari aspetti innovativi in tale strumento, trattandosi sostanzialmente di una forma di prevendita classificabile tra i contratti aventi ad oggetto beni futuri e dove non è prevista alcuna forma di finanziamento all'impresa che usufruisce del portale¹².

La seconda ipotesi di *reward-based crowdfunding*, invece, sembrerebbe più affine allo schema dell'associazione in partecipazione, permettendo a chi investe nella società - pur senza divenire proprietario di quote sociali o di titoli di debito - di partecipare in vario modo agli utili prodotti¹³.

Soprattutto se declinato in questa ultima fattispecie, il *reward-based crowdfunding* rappresenta il modello più conosciuto ed utilizzato.

¹⁰ Il *donation-based crowdfunding* altro non è, quindi, che una forma di *fundraising* a fini morali. Per ulteriori approfondimenti al riguardo si rinvia a U. MINNECI, *op.cit.*, p. 2 ss.

¹¹ In Italia le piattaforme più famose che adottano il *donation-based* sono *IoDono* e *Shinynote*. La prima ha lo scopo di supportare le organizzazioni *no-profit* attraverso la creazione e lo sviluppo di campagne di *fundraising* dedicate. La seconda, invece, è un social *network* che consente la pubblicazione di biografie personali, eventualmente sostenute da donazioni per mezzo della medesima piattaforma. Cfr. A. PAVAN, *op.cit.*, p. 24.

¹² La mancanza di innovatività di tale schema è peraltro corroborata dal fatto che svariati meccanismi di prevendita *online* esistevano già da diverso tempo prima che il *crowdfunding* prendesse piede. In tale sistema, inoltre e soprattutto, non sono presenti opzioni che consentano acquisti di partecipazioni nelle società sollecitanti.

¹³ Si veda U. MINNECI, *op.cit.*, p. 3, il quale ben sottolinea come “nella maggior parte delle piattaforme che seguono questo modello operativo non è previsto un obbligo di restituzione della somma originariamente versata, il che impedisce che si possa assimilare il contratto tra sostenitore e beneficiario ad un mutuo parziario (eventualmente di scopo)”.

Si sottolinea, infatti, come tale schema - nel caso in cui si volessero utilizzare piattaforme *internet* - fosse l'unico consentito negli Stati Uniti d'America prima dell'emanazione, nell'anno 2012, del *Jumpstart Our Business Startups*, disposizione con il quale fu introdotto e reso legale quello dell'*equity-based crowdfunding*¹⁴.

2.3. Lending-based crowdfunding.

Proseguendo nell'analisi, si sottolinea come il *lending-based crowdfunding* si caratterizzi, invece, per la raccolta di risorse finanziarie al fine di erogare credito ai richiedenti, individuati sempre tramite la piattaforma¹⁵.

Tale schema può prevedere sia una forma di mediazione effettuata dal gestore del sito *internet* con potenziali finanziatori e prenditori¹⁶, sia una in cui lo stesso gestore svolga attività di intermediazione bancaria, provvedendo cioè ad impiegare le somme raccolte tra i prenditori,

¹⁴ Vietato, fino ad allora, dalla sezione IV del *Securities Act* del 1933 e dal *Securities Exchange Act* del 1934. La normativa del 2012, integrata di recente dalla disciplina di rango regolamentare, emanata dalla SEC il 30 ottobre del 2015 dopo un lunga fase di pubblica consultazione, ha quindi introdotto la fattispecie dell'offerta al pubblico di *equity*, esonerando le piattaforme *online* emittenti dal rispetto di taluni vincoli altrimenti necessari per gli altri soggetti finanziari vigilati dalla SEC. Più nello specifico, ed in sintesi, detta riforma è caratterizzata da quattro direttrici di intervento: 1) è prevista un'eccezione agli obblighi di registrazione presso la SEC per le offerte di *securities* inferiori ad un milione di dollari in un anno realizzata da un *broker* o da un *funding portal* (sec. 302(a)); 2) un *funding portal* conosce un generale regime di esenzione rispetto agli obblighi di registrazione previsti per gli altri intermediari e per i *broker* (sec. 304) e nello svolgimento della sua attività deve presentare un'articolata serie di informazioni (tra cui anche quelle predisposte dall'emittente) agli investitori ed alla SEC, oltre ad effettuare dei penetranti controlli sull'emittente e su vari suoi esponenti per ridurre il rischio di frodi (sec. 302(b)); 3) l'emittente deve trasmettere alla SEC, agli intermediari ed agli investitori una notevole mole di informazioni esponendola anche a specifiche responsabilità; 4) le *securities* emesse sono soggette ad un divieto di circolazione (salve limitate esenzioni). Sul tema, cfr. E. FREGONARA, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, cit., p. 18; U. MINNECI, *op. cit.*, p. 3. La disciplina richiamata è inoltre disponibile anche sul sito *internet* <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/33-9470.pdf>.

¹⁵ Viene, anche per tale motivazione, denominato sia *debt-based crowdfunding*, sia *peer-to-peer lending*.

¹⁶ Al termine della fase di raccolta delle promesse di mutuo, i promittenti mutuanti saranno messi in contatto con i potenziali mutuatari, versando loro le somme che hanno scelto di concedere.

valutandone il rischio e la remuneratività. In entrambi i casi i margini economici delle operazioni derivano da congrue richieste di interessi a fronte delle risorse prestate¹⁷.

Quantomeno in Italia, il modello *lending-based crowdfunding* è precipuamente utilizzato per operazioni di “micro-finanza”, ovvero di servizi finanziari offerti a clientela generalmente con basso grado di solvibilità (e per questo con tassi di rendimento spesso più elevati rispetto alla media degli altri finanziamenti bancari)¹⁸.

2.4. Equity-based crowdfunding.

Da ultimo, attraverso l'*equity-based crowdfunding*, si consente ai *crowdfunders* di entrare a far parte della compagine societaria degli emittenti, effettuando i relativi conferimenti (in caso di un aumento di capitale a servizio) o acquistando delle partecipazioni già esistenti (ipotesi, quest'ultima, decisamente più rara nella prassi). Attraverso la piattaforma *online*, a tali investitori è generalmente illustrato il genere di attività imprenditoriale che si intende intraprendere e sono fornite altre informazioni rilevanti (societarie, patrimoniali, finanziarie) che consentano di adottare una scelta d'investimento consapevole.

Tra tutte le forme di *crowdfunding*, l'*equity crowdfunding* rappresenta il più interessante, consentendo attraverso portali *on-line* specificamente autorizzati da Consob, di acquistare azioni o quote di società di capitali in un contesto regolato e controllato¹⁹.

¹⁷ Sono peraltro presenti, quantomeno all'estero, architetture più complesse, nelle quali si prevede a favore dei mutuanti l'emissione di titoli qualificabili come "di debito"; tali operazioni sono solitamente gestite attraverso società veicolo costituite volta per volta dal gestore della piattaforma, secondo un meccanismo assimilabile alla cartolarizzazione. Cfr. U. MINNECI, *op.cit.*, p. 4.

¹⁸ Al riguardo, uno dei portali più efficienti in Italia e che si pone lo scopo di diversificare il rischio per i prestatori è Prestiamoci.it: i suoi investitori vedranno infatti suddiviso quanto messo a disposizione in piattaforma *online* in piccole quote di 50 euro per ogni intervento nei confronti dei richiedenti selezionati. Cfr. A. PAVAN, *op.cit.*, p. 30. Per maggiori approfondimenti si rinvia, in ogni caso, a E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 1, p. 63 ss.; ID., *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, 21, 3, p. 521 ss.

¹⁹ Si sottolinea come in assenza di una specifica cornice normativa comunitaria, la regolamentazione dell'*equity crowdfunding* sembrerebbe non coordinarsi pienamente con

La disciplina dell'*equity crowdfunding*, introdotta in Italia nel 2012, ha subito negli anni diverse modifiche, variandone caratteristiche e peculiarità in modo significativo: obiettivo precipuo è stato (ed è tutt'ora) quello di sviluppare anche nel nostro Paese un sistema normativo in grado di favorire la capitalizzazione - e il finanziamento - delle piccole-medie imprese (PMI) anche da parte delle entità non bancarie²⁰.

D'altro canto, oggi il sistema bancario italiano incontra sempre più difficoltà ad erogare prestiti alle PMI, sia per la presenza di crediti in sofferenza ormai non più sostenibili nei bilanci delle stesse banche, sia per regole più stringenti in ordine ai requisiti patrimoniali richiesti - che di fatto sono una conseguenza del primo aspetto - tra cui sottolineare quelle relative all'accordo meglio conosciuto come Basilea 3²¹.

E' quindi naturale conseguenza che legislatore (su impulso del sistema finanziario) aspiri ad efficientare il mercato del credito e lo sviluppo di quello dei capitali, in particolare, e come si è richiamato, a favore delle PMI; la disciplina in materia di *equity crowdfunding*, presente sia nel Testo Unico della Finanza che, soprattutto, nel Regolamento Consob n. 18592/201322, rappresenta senza dubbio uno degli strumenti idonei a fronteggiare tale

talune categorie giuridiche tipiche del diritto dei mercati finanziari, tra cui in particolare quelle dei servizi d'investimento e dell'offerta al pubblico. Cfr. A. PORTOLANO, *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding*, in *Rivista dir. banc., approfondimenti*, 2018, 2, p. 5 ss.

²⁰ Le piccole-medie imprese sono tali (secondo le definizioni della UE) se con meno di 250 dipendenti, un valore di ricavi inferiore a 50 milioni di euro ed attivo inferiore a 43 milioni di euro. Cfr. Racc. 2003/361/CE, pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea L 124 del 20 maggio 2003, 36.

²¹ Il Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria ha recentemente approvato all'unanimità la revisione degli *standard* di liquidità, volta ad assicurare che il *Liquid coverage ratio* (LCR) sia introdotto "senza creare scossoni all'organizzazione dei sistemi bancari nel finanziamento delle attività economiche". In particolare, è stato stabilito che Basilea 3 entrerà in vigore a scaglioni, evitando così un'ulteriore stretta al credito. Sui nuovi requisiti disciplinati da Basilea 3, cfr. A. SIRONI, *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in *Bancaria*, 2010, III, 18 ss.; per consultare gli *standard* stabiliti v., *Basel Committee on Banking Supervision, The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010; *Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, versione originale del 16 dicembre 2010 successivamente revisionata il 1° giugno 2011, entrambi presenti sul sito www.bis.org/bcbs/publications

²² Le cui ultime modifiche sono state apportate da Consob con la delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018.

aspetto problematico²². Da questo punto di vista, infatti, la disciplina richiamata intende l'*equity crowdfunding* quale forma di finanziamento alternativo, in particolare tramite apporto di capitali a beneficio di imprese in fase di *start-up* o comunque caratterizzate da elevato rischio operativo, imprese quindi difficilmente finanziabili dai tradizionali canali bancari. In tale contesto, gli investitori interessati a tali (micro) investimenti saranno rappresentati perlopiù da soggetti non interessati alla gestione o comunque ad una certa "attività" presso la società emittente, prediligendo quindi l'assegnazione di categorie di quote o azioni privilegiate sotto il profilo patrimoniale e generalmente rinunciando a taluni diritti amministrativi.

3. La nascita dell'*equity-based crowdfunding* in Italia: uno stretto legame, in un primo momento, con le *start-up* innovative.

L'Italia è il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una normativa specifica e organica sul *crowdfundig*, purtuttavia dedicata solo alla negoziazione di partecipazioni sociali (*equity-based*). Si tratta di un modello complesso ed introdotto per la prima volta nel 2012 tramite il c.d. "Decreto crescita 2.0", recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese"²³ e reso successivamente operativo per mezzo di regolamenti emanati dalla Consob.

I momenti propedeutici all'emanazione disciplina si sono rivelati però complessi, posto che le Istituzioni europee avevano richiamato l'Italia in quanto non sufficiente attiva in ordine agli sforzi effettuati per favorire l'innovazione nel settore economico-finanziario. E' infatti del 10 luglio 2012 la raccomandazione con la quale il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea chiedeva al nostro Paese di "adottare ulteriori misure per combattere la disoccupazione giovanile (...) anche attraverso incentivi per l'avvio di nuove imprese (...)"; e quella con cui veniva invitato a "semplificare ulteriormente il quadro normativo per le imprese e rafforzare la capacità amministrativa; migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in

²³ Ovverosia il D.L. 179/2012 convertito, con modificazioni, nella Legge 221/2012.

particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione (...)²⁴.

Come risposta (anche) a tali sollecitazioni il Governo italiano presentò il c.d. Rapporto “*Restart Italia!* Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa”, divulgato il 13 settembre 2012, ove tra le misure proposte si ribadiva che in ordine al fenomeno dell'*equity crowdfunding* dovesse prevedersi “una procedura di autorizzazione semplice, basata su chiare garanzie da parte di chi voglia aprire queste piattaforme *online* dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza ed informazione”²⁵.

Il già richiamato “Decreto crescita 2.0” aveva quindi come obiettivo - in conseguenza anche dei richiami europei - di rendere l'Italia un Paese capace di generare innovazione tecnologica: è quindi in tale solco che è stata disciplinata la c.d. *start-up* innovativa, ovvero una società con oggetto sociale rivolto allo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico²⁶.

²⁴ Cfr. EU Council, *Council Recommendation of IO July 2012 on the National Reform Programme 2012 of Italy and delivering a Council opinion on the Stability Programme of Italy 2012-2015 (2012/C 219/14)*, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, C 219, *Comunicazioni e Informazioni*, 22 luglio 2012, p. 51 ss.

²⁵ Si veda p.78 del citato Rapporto.

²⁶ In seguito alle modifiche operate dai vari interventi legislativi, l'articolo 25, comma 2, del D.L. 18.10.2012 n.179 definisce oggi la *start-up* innovativa come una “società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”. Sempre in base al succitato articolo, la *start-up* innovativa è tale se in possesso dei seguenti requisiti: - sono di nuova costituzione o comunque sono state costituite da meno di 5 anni (in ogni caso non prima del 18 dicembre 2012); hanno sede principale in Italia, o in altro Paese membro dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; presentano un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di euro; non distribuiscono e non hanno distribuito utili; come *supra* richiamato, hanno come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; non sono costituite da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda; infine, il contenuto innovativo dell'impresa - ai sensi dell'art.25, comma 2°, lett. h). D.L. 179/2012 è identificato con il possesso di almeno uno dei tre seguenti criteri: 1. una quota pari al 15% del valore maggiore tra fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo; 2. la forza lavoro complessiva è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di

Tra i numerosi vantaggi concessi a tali tipologie di società sono da sottolinearsi, fra gli altri, le agevolazioni predisposte per la fase di costituzione ed avvio, gli incentivi riservati agli investimenti e le pregnanti deroghe di favore relative al diritto societario e fallimentare²⁷, le facilitazioni previste in materia giuslavorista e, per quel che in questo elaborato rileva, la possibilità di raccogliere capitali di rischio *online* tramite piattaforme di *equity-based crowdfunding*²⁸.

Tali elementi, per certi versi dirompenti, hanno portato ad oltrepassare alcuni steccati ritenuti fino ad allora invalicabili nel nostro ordinamento societario tra cui, principalmente, una certa rigidità del capitale sociale, nonché il superamento di alcune tutele sul piano informativo a protezione degli investitori²⁹.

laurea magistrale; 3. l'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato. In ogni caso, lungi dall'essere statica, la *policy* sulle *start-up* innovative è stata interessata negli ultimi anni da diversi interventi di modifica e miglioramento: provvedimenti quali il D. L. 28 giugno 2013, n. 76, noto come "Decreto Lavoro", il D. L. 24 gennaio 2015, n. 3, noto come "Investment Compact", e la Legge 11 dicembre 2016, n. 232 (la Legge di bilancio 2017), hanno affinato e ampliato l'offerta di strumenti agevolativi previsti dal "Decreto Crescita 2.0". Ulteriori misure - non riconducibili al nucleo originario relativo alle *start-up* innovative - sono inoltre state approvate al fine di efficientare la disciplina relativa all'imprenditorialità innovativa: tra queste va sottolineato in particolare il varo del Piano Nazionale Industria 4.0, documento il cui *focus* si allarga anche al più vasto panorama delle politiche nazionali per l'innovazione.

²⁷ L'iscrizione delle *start-up* innovative ai sensi dell'art. 31 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 nel Registro delle Imprese in un'apposita sezione speciale comporta che le stesse non sono soggette a procedure concorsuali diverse dalla composizione della crisi da sovraindebitamento.

²⁸ Cfr., in particolare in ordine ai profili legali favorevoli nel contesto dell'*equity crowdfunding*, V. SANTORO - E. TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 24; M.L. PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca Imp. Soc.*, 2015, p. 287 ss.

²⁹ Cfr. G.D. MOSCO, *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2013, p. 4 ss. In generale, si è comunque assistito ad una rivisitazione in termini meno rigorosi del ruolo (in particolare di garanzia) del capitale sociale nelle s.r.l., testimoniato, tra l'altro, anche dalla possibilità di costituire società con capitale ridotto. Sul tema, *ex multis*, v. Cfr. G. FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, p. 741 ss.; A. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p. 15 ss.; E. GINEVRA, *Formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 112 ss.; M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale, realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 261 ss.

E' comunque con il Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 (c.d. "*Investment Compact*"), che il legislatore, enfatizzando la rilevanza delle imprese tecnologiche quale causa di accresciuta produttività industriale, allarga la platea delle imprese "autorizzate" a raccogliere capitali tramite portali *online* alle c.d. "piccole e medie imprese innovative"³⁰. Purtroppo, come è stato evidenziato anche dalla Consob³¹, tale estensione non ha raggiunto gli obiettivi sperati in termini di aumento del numero degli offerenti, data la difficoltà per le imprese di rispettare i requisiti soggettivi - legati al carattere di innovatività - previsti dalla normativa³².

Per tale motivo - e comunque a conclusione di un *iter* che non può che definirsi virtuoso - con l'art. 1, comma 70, Legge 9 dicembre 2016, n. 2611 (c.d. Legge di Bilancio 2017) viene ulteriormente modificato il tessuto

³⁰ Si tratta, così come definito dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003, delle imprese con meno di 250 dipendenti, fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro. In particolare, ai sensi dell'art. 4, D.L. 24 gennaio 2015, n.3, i requisiti di innovatività sono stabiliti nel possesso di almeno due dei tre requisiti alternativi relativi alle *start-up* innovative di cui all'art.25, comma 2°, lett. h). D.L. 179/2012, ma con delle soglie inferiori rispetto a quanto previsto per queste ultime. Si sottolinea, inoltre, come oltre alle piccole e medie imprese innovative anche gli OICR e le società che investono prevalentemente in *start-up* innovative sono tra i soggetti a cui è dato accesso alle piattaforme di *equity crowdfunding* per in ordine alla negoziazione delle partecipazioni. Si sottolinea, ancora, come sempre nel solco di tali semplificazioni, il decreto MISE, 17 febbraio 2016, in attuazione dell'art. 4, comma 10° *bis*, Decreto *Investment Compact*, abbia introdotto la possibilità di costituire una *start up* innovativa s.r.l. con firma digitale e con un modello di atto costitutivo e statuto *standard* per mezzo di una procedura *online* - e quindi senza intervento del notaio - in deroga all'art. 2463 c.c.

³¹ Cfr. documento recante gli esiti della consultazione (12 luglio 2013) relativa alla revisione del regolamento n. 18592 del 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali, p. 2.

³² Tali requisiti sono previsti dal D.L. n. 3 del 2015. Tra questi, a titolo esemplificativo, è compreso il raggiungimento di un volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa.

legislativo, concedendo ai portali di *equity crowdfunding* di negoziare anche partecipazioni di PMI³³, oltre che delle c.d. imprese sociali³⁴.

In definitiva - a seguito degli interventi di cui si è dato atto - viene accantonata l'idea dell'*equity crowdfunding* quale strumento di finanziamento dei soli progetti innovativi, riconoscendo i portali *online* quali canali di finanziamento alternativo per le piccole e medie imprese *tout court*.

4. La situazione attuale a seguito delle modifiche alla normativa in materia di *equity crowdfunding*.

4.1 Maggiori poteri alla Consob a seguito dell'ampliamento dei soggetti che possono negoziare partecipazioni sui portali *online*.

Come si è evidenziato, molti sono stati gli interventi susseguiti nel tempo riguardo alla disciplina dell'*equity crowdfunding* in Italia, sebbene la più importante, lo si sottolinea, è rappresentata dall'allargamento dei soggetti cui è consentito offrire quote o azioni del proprio capitale di rischio tramite le piattaforme *online*.

Si è trattato, infatti, di un percorso per certi aspetti necessario al consolidamento, anche reputazionale, di un mercato che rischiava di

³³ Nel comma richiamato, infatti, tali portali diventano destinati alla raccolta "di capitali per delle PMI", divenendo quindi "piattaforme *online* che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI come definite dalla disciplina dell'Unione europea e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI". Di conseguenza viene sostituita la parola "PMI" alle parole "*start-up* innovative e PMI innovative" nel disposto dell'art. 50-*quinquies*, TUF, nonché nell'intitolazione del capo III-*quater* del TUF; si tratta, come è noto ed ai sensi del comma 5-*novies* dell'art. 1 del TUF, che rinvia per la definizione all'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), del regolamento (UE) 2017/1129, delle le imprese che soddisfano almeno due dei seguenti criteri : a) meno di 250 dipendenti; b) fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro; c) totale dello stato patrimoniale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

³⁴ Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*duodecies*, TUF, per "imprese sociali" si intendono le imprese costituite ai sensi del decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), della legge 6 giugno 2016, n. 106 (cui si rimanda), costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa.

rimanere compresso e avviluppato su di sé, negando in un primo momento ai *players* economici di scegliere di finanziare progetti meritevoli che non avessero carattere innovativo. Mercato nel quale gli investitori debbono avere la facoltà di investire, quantomeno all'inizio, anche in imprese incentrate su *business* più "tradizionali" (probabilmente meno rischiosi), o comunque proposti da imprese più strutturate delle *start-up* innovative³⁵. D'altro canto, l'obiettivo di favorire lo sviluppo delle PMI tramite la diffusione dello strumento dell'*equity crowdfunding* non poteva non essere accompagnato anche da altre misure necessarie di carattere sistemico. Tra queste giova ricordare (a) l'ampliamento del novero dei c.d. gestori di diritto alle SGR, SICAF e SICAV, seppur limitatamente all'offerta sui portali di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in PMI³⁶; (b) l'estensione a tutte le PMI in forma di s.r.l. del meccanismo semplificato di circolazione delle quote previsto dai commi 2-*bis* e ss. dell'art. 100-*ter* del TUF, nonché (c) l'abrogazione dell'obbligo per gli intermediari di intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori (o degli acquirenti) direttamente a questi ultimi, trascorsi due anni della perdita di qualifica di *start-up* innovativa³⁷.

Sempre nel medesimo solco, l'ampliamento del "bacino di utenza" del *crowdfunding* ha inoltre richiesto un rafforzamento - quantomeno in teoria e come meglio si vedrà - delle regole a tutela degli investitori.

In tal senso, il legislatore ha ritenuto quindi necessario incrementare i poteri di controllo della Consob sull'attività dei portali *online*, conferendogli, in particolare, il potere di convocare gli amministratori, i sindaci, ed il personale dei gestori dei portali iscritti nell'apposito registro (art. 50 - *quinquies*, comma 6, TUF).

In linea con questa esigenza, la medesima Autorità ha altresì modificato il regime sanzionatorio previsto nel Regolamento n. 18592 del 2013, il tutto in modo da renderlo più flessibile. Sono infatti state riviste - ed ampliate - le situazioni e le fattispecie per cui la Consob può disporre, anche in via

³⁵ Cfr. G. CUCCHIARATO, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *Rivista dir. bancario - approfondimenti*, 2016, 12, p. 6.

³⁶ Si veda l'art. 50-*quinquies*, comma 2, TUF.

³⁷ È stato a questo proposito abrogato il comma del comma 2-*quinquies* dell'art. 50-*quinquies* del TUF.

cautelare, la sospensione dell'attività della piattaforma di *equity crowdfunding*³⁸.

4.2. Le deroghe al diritto societario e la necessità di un aumento di capitale da parte della società emittente.

A perfezionamento del percorso di consolidamento ed efficientamento delle piattaforme di *equity crowdfunding*, si segnala l'approvazione del D.L. 24 aprile 2017, n. 50³⁹ che, mediante l'art. 57, comma 1°, ha esteso alle piccole e medie imprese in quanto tali, costituite nella forma di società a responsabilità limitata, le deroghe al diritto societario già previste dall'art. 26, commi 2, 5 e 6 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, originariamente riservate alle sole *start-up* innovative ed alle piccole e medie imprese innovative.

Tali deroghe, sono così sintetizzabili:

- a) l'atto costitutivo della piccola e media impresa avente forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, c.c. Prima di tali emissioni dovrà essere modificato lo statuto della PMI, nel quale oltre alle categorie richiamate dovrà essere anche previsto il diritto di recesso dalla società⁴⁰;

³⁸ Si veda, al riguardo, gli artt. 22 e 23 del Regolamento Consob n. 18592 del 2013. In particolare, si evidenzia che, prima dell'ultima modifica del medesimo Regolamento, i provvedimenti cautelari potevano essere disposti dalla Consob soltanto in caso di gravi elementi idonei a far presumere la violazione di una disposizione atta a dar luogo alla radiazione dal registro. Con le modifiche al regime sanzionatorio, invece, tali provvedimenti possono essere adottati già in ipotesi in cui vi siano elementi sufficienti a far presumere una violazione per la quale è prevista la semplice sospensione dal registro.

³⁹ Cfr. D.L. 24 aprile 2017, n. 50, convertito nella legge 21 giugno 2017, n. 96, recante "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, n. 144 del 23 giugno 2017 - Suppl. Ordinario n. 31.

⁴⁰ L'obbligo di vigilanza su questi aspetti compete direttamente alla società che gestisce il portale, cui spetta anche la verifica della pubblicazione di eventuali patti parasociali sul sito *internet* dell'emittente.

- b) in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma primo, c.c., le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali⁴¹;
- c) nelle piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'art. 2474 c.c. non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo.

Si tratta, evidentemente, di eccezioni di ampia portata e dagli effetti significativi e – per certi versi – prorompenti.

In particolare, a seguito delle possibilità di offrire al pubblico prodotti finanziari da parte della s.r.l. tramite portali *online* (la deroga di cui all'art. 2468, comma 1, c.c.), è altresì consentito alle medesime società l'emissione di categorie di quote plurime, fornite di ampi e diversi diritti, nonché con contenuto liberamente determinabile⁴², anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi 2 e 3, c.c. La locuzione prodotti finanziari, richiamata all'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012, è peraltro da intendersi solo

⁴¹ Si evidenzia, infatti, che l'art. 100-ter, co. 1-bis, del TUF (analogo alla prima versione dell'art. 26, comma 5, D.L. 179/2012, che però naturalmente faceva riferimento alle sole *start-up* innovative) prevede che: "in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali, nei limiti previsti dal presente decreto".

⁴² Seppure con taluni limiti imposti dalla legge: l'art. 26, co. 2, D.L. n. 179/2012, nella sua versione attuale (sostanzialmente identica a quella originaria, se non per l'ambito di applicazione soggettivo) recita: "L'atto costitutivo della PMI costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile".

con riferimento a tali categorie di quote, non dovendosi estendere ad altri titoli o strumenti finanziari, preclusi alle s.r.l.⁴³

Proprio per tali motivazioni, la società che voglia offrire le proprie partecipazioni sulla piattaforma *online*, dovrà quindi preventivamente approvare una delibera di aumento del capitale sociale a pagamento. Quest'ultima dovrà peraltro consentire che l'aumento corrisponda ad un importo pari alle sottoscrizioni raccolte, nell'ambito di limiti inferiori e superiori precedentemente assegnati⁴⁴.

Si rileva, per completezza di informazioni, che tale aumento - sia che si tratti di s.p.a. per le *start-up* innovative, che di s.r.l. - potrà essere previsto anche come scindibile, ovvero con efficacia progressiva al raggiungimento di determinate *tranches* di raccolta. In siffatto contesto verrà peraltro meno il diritto di opzione da parte dei soci "storici", tendenzialmente non interessati ad ulteriori partecipazioni "pagate" - solitamente è così - con rilevanti sovrapprezzi e prive convenzionalmente di importanti diritti amministrativi. In ogni caso, appaiono evidenti i problemi di coordinamento con le altre regole previste dal diritto societario, posto in particolare l'indeterminatezza del numero dei soci e del capitale che potrà essere sottoscritto e versato, quantomeno prima dell'offerta delle partecipazioni sul portale di *equity crowdfunding*.

Gli interventi richiamati appaiono peraltro in grado, almeno in parte, di modificare la stessa essenza delle s.r.l., avvicinandone il modello proprio a quello delle società per azioni. Il legislatore, infatti, pur tenendo conto che la disciplina propria delle s.r.l. di diritto comune si fonda sul presupposto del carattere chiuso della compagine sociale, consente in caso di offerte sui

⁴³ I prodotti finanziari, in questa ipotesi sono quindi da intendersi quali "forma di investimento di natura finanziaria", ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. u) del TUF). In ogni caso, le quote delle s.r.l. negoziate dalle piattaforme *online* non sono da intendersi quali elementi della categoria degli strumenti finanziari, così come avviene per i titoli azionari. Al riguardo, si sottolinea come la Consob abbia confermato tale prospettazione nel documento di consultazione relativo alla revisione del regolamento pubblicato il 6 luglio 2017, ove viene evidenziato come il comma 1-*bis* dell'art. 100-*ter* del TUF abbia "la funzione di consentire a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. di offrire al pubblico come prodotti finanziari le relative quote sociali [...]"

⁴⁴ Ovviamente i versamenti effettuati dagli investitori verranno restituiti in ipotesi non venga raggiunto l'ammontare stabilito di capitale minimo richiesto.

portali informatici di addivenire ad una società aperta; viene cioè consentito di derogare a regole che in un contesto chiuso appaiono inderogabili⁴⁵.

Deve tuttavia evidenziarsi che le suddette modifiche non appaiono in grado di superare le altre differenze caratterizzanti i due tipi sociali e, nello specifico, quelle fra azioni e quote. In particolare, e come è stato osservato, la disciplina per le PMI che intendono negoziare le proprie partecipazioni in piattaforme *online* non prevede il superamento del principio di unicità della partecipazione del socio, rimanendo di fatto una sola opportunità e non un obbligo⁴⁶. Rimane infatti la possibilità che le stesse s.r.l., pur usufruendo dei servizi prestati dai portali di *equity crowdfunding*, offrano al pubblico quote partecipative ordinarie, identiche a quelle già emesse a favore dei soci fondatori.

5. Il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online*.

Come già si è avuto modo di richiamare, l'unica regolamentazione in Italia prevista per le piattaforme di *crowdfunding* è data dal "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online*", adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni⁴⁷.

Dedicato alle sole piattaforme di *equity crowdfunding*, disciplina lo scambio di partecipazioni di *start-up* innovative, PMI (innovative e non), imprese sociali, OICR⁴⁸, nonché di altre società di capitali che investono prevalentemente in PMI⁴⁹.

⁴⁵ Così, O. CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento - start up e p.m.i. innovative: inquadramento*, in *Giur. It.*, 2016, 10, p. 2288.

⁴⁶ Ovvero di acquistare una partecipazione unitaria di valore nominale diverso (e che conferisce diritti diversi) Cfr. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, p. 699 ss.

⁴⁷ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013.

⁴⁸ Il collocamento *online* del capitale di una società veicolo di investimento specializzato può consentire la ripartizione del rischio su più progetti, nonchè l'investimento di maggiore liquidità, posto che le quote di OICR sono correntemente scambiate nel mercato.

⁴⁹ E' lo stesso TUF a demandare alla Consob la costituzione e la tenuta di un apposito registro dei portali *online*: l'art. 50-*quinquies*, infatti, mediante i commi 1 e 2, prevede l'istituzione di un apposito registro ove annotare i nominativi di coloro intendano gestire un portale per la raccolta di capitale, sia si tratti di gestori di diritto, che autorizzati dalla

5.1 I soggetti autorizzati a gestire il portale *online* e le tutele per gli investitori.

Ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 2, TUF, la gestione dei portali di *equity crowdfunding* è riservata "alle SIM, alle imprese di investimento UE, alle imprese di Paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-*bis*), limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, SIM, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli OICR ai relativi gestori".

Mentre il primo gruppo (c.d. gestori di diritto) racchiude sostanzialmente tutti gli intermediari istituzionali che non necessitano di altre autorizzazioni, il secondo gruppo (c.d. gestori autorizzati), ricomprende gli altri gestori non istituzionali che necessitano dell'autorizzazione da parte della Consob, così come previsto dal Regolamento.

Tutti i gestori, sia del primo che del secondo gruppo, debbono comunque essere inseriti in due apposite sezioni, quella speciale (di diritto) e quella ordinaria (autorizzati), del registro istituito presso la Consob ai sensi dall'art. 4 del Regolamento.

medesima Autorità. Sempre, l'art. 50-*quinquies*, TUF, mediante il comma 5, demanda alla Consob il compito di approvare "con regolamento, i principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità; b) alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro; c) alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali". E' infine l'art. 100-*ter*, comma 2°, TUF ad attribuire all'Autorità il compito di deliberare "la disciplina applicabile alle offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti (...) e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della piccola e media impresa o dell'impresa sociale cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta".

L'iscrizione nel registro è comunque subordinata al ricorrere dei requisiti previsti dal comma 3 del già citato art. 50-*quinquies* TUF, sia per i soggetti autorizzati, che per i quelli di diritto.

Tra questi giova sottolineare che la società deve essere costituita in forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa e la sede legale e amministrativa o, per i soggetti europei, la stabile organizzazione, deve essere ubicata in territorio italiano. L'oggetto sociale, inoltre, deve essere conforme all'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali, essendo peraltro vietato raccomandare o consigliare i prodotti finanziari proposti⁵⁰. In aggiunta, a garanzia degli investitori, è prevista come condizione per l'iscrizione al registro l'adesione ad "un sistema di indennizzo a tutela degli investitori" ovvero che stipulino "un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento"⁵¹, oltre che il rispetto dei requisiti di onorabilità e professionalità da parte dei soggetti dediti all'amministrazione, alla direzione ed al controllo della società⁵².

⁵⁰ La piattaforma appare infatti quale mero strumento espositivo delle campagne proposte, una sorta di vetrina virtuale, senza sollecitazioni o preferenze per uno tra i diversi progetti esposti; cfr. F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 2, p. 242 ss.

⁵¹ Cfr. art. 7-*bis*, comma 2 del Regolamento Consob e la lettera e-*bis*), comma 3, dell'art. 50-*quinquies* TUF (recentemente introdotta dall'art. 2 del D. Lgs. n. 129 del 3 agosto 2017). Si tratta, nello specifico, di tutele per l'investitore in ordine ad eventuali danni cagionati dalla piattaforma *online* quali, ad esempio, quelli causati da azioni dolose dei suoi dipendenti piuttosto che derivanti dal non corretto funzionamento dei sistemi di sicurezza del medesimo.

⁵² Cfr. artt. 8 e 9 del Regolamento Consob. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono inoltre rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza. Le figure apicali dovranno essere scelte tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di attività di amministrazione e controllo ovvero compiti direttivi presso imprese, attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, attività di insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche, infine funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni, di altri settori, ma con funzioni che comportino la gestione di risorse economico finanziarie. Si sottolinea, ancora, come possano far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione - seppure in ruoli non esecutivi - anche

Per quanto riguarda l'assicurazione professionale prevista per i gestori dei portali deve sottolinearsi che la Consob - adeguandosi ai principi sottesi alla MiFID II che richiede coperture assicurative tenendo conto anche del profilo di rischio dell'operatore - ha previsto un massimale per l'importo totale delle richieste di indennizzo pari a 1.000.000 di Euro per i portali che effettuano in proprio la valutazione di adeguatezza degli investitori e di 500.000 di Euro per quelli che affidano tale verifica ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, come definiti nella nuova lett. *e-bis*) dell'art. 2, co. 1, del Regolamento (in questo caso responsabili per le medesime valutazioni)⁵³.

Ancora, l'assolvimento dell'obbligo di dotarsi dell'assicurazione di responsabilità professionale ha comunque un risvolto positivo anche per i medesimi gestori autorizzati, costituendo infatti elemento atto a far scattare l'esenzione (facoltativa) dall'applicazione degli obblighi richiamati dalla direttiva MiFID II.

Si sottolinea, infine, come siano riconosciuti all'investitore non professionale una serie di strumenti di protezione, mutuati dal sistema del TUF: ci si riferisce, in particolare, al diritto di revocare (entro il termine di sette giorni dalla conoscenza dei fatti) la propria adesione qualora vengano riportate informazioni errate su sito *web*, piuttosto che in ipotesi sopravvenga un elemento idoneo ad influire sulla decisione di investimento tra il momento di adesione all'offerta e quello in cui essa sia chiusa⁵⁴.

soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento ovvero di ricerca, per almeno un biennio, nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti per primi richiamati e validi per ogni intermediario finanziario.

⁵³ La facoltà di scelta è prevista dall'art. 13, co. 5-*bis* e 5-*ter*, del Regolamento, in conseguenza del quale il gestore autorizzato - se in possesso dei requisiti organizzativi necessari - può effettuare direttamente le verifiche utili alla valutazione dell'operazione (c.d. *opt-in*), indipendentemente dal valore della stessa. Cfr. E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur.it.*, 2016, 10, p. 2297 ss. Si sottolinea, inoltre, come il Fondo Nazionale di Garanzia (ai sensi dell'art. 5, co. 1, del D.M. n. 485/1997) offra comunque una copertura di ammontare massimo di 20.000 Euro per ogni richiesta di indennizzo.

⁵⁴ Cfr. art. 25 Regolamento Consob; E FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., p. 2299.

5.2. L'operatività del portale.

Una volta siano stati effettuati i passaggi propedeutici (seppur generalmente) richiamati⁵⁵, le offerte potranno essere pubblicate sul sito del portale, nel quale dovranno essere presentate descrizioni della società, piani economici e schede informative impostate secondo il modello fornito nel Regolamento Consob. Le offerte al pubblico, inoltre, non potranno riguardare prodotti finanziari per un corrispettivo nel complesso pari o superiore a quello che, determinato dalla Consob, esclude l'applicazione delle norme sulle offerte pubbliche del TUF ai sensi del suo art. 100, comma 1, lett. c), limite che per il regolamento emittenti è oggi di 5 milioni di euro⁵⁶. Ad ogni modo, per poter aderire all'offerta l'investitore dovrà semplicemente effettuare un bonifico in favore di un conto destinato ed indisponibile (non è possibile sottoscrivere strumenti finanziari ad esempio conferendo beni), costituito appositamente per ogni operazione; il patrimonio dell'offerente e i fondi raccolti rimarranno infatti separati fino alla chiusura dell'offerta (che dovrà raggiungere determinati ammontari prestabiliti) e, solo allora, l'investitore assumerà la qualità di socio.

Si deve tuttavia evidenziare come, ai sensi di quanto previsto dall'art. 24 del Regolamento Consob, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, è necessario che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti

⁵⁵ La verifica obbligatoria e preliminare in merito alla sussistenza, in capo all'offerente, dei requisiti richiesti dal Regolamento Consob, potrà ad esempio essere svolta anche con l'aiuto di organi esterni alla società che gestisce il portale (ad esempio consulenti o università convenzionate). Tali verifiche non potranno prescindere, tra l'altro, da approfondimenti sulla fattibilità economica dell'operazione che si intende presentare, nonché da quelle di natura tecnico-operativa, legate anche al perfezionamento delle operazioni di sottoscrizione. In ogni caso il gestore dovrà verificare lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente, ove dovranno essere presenti clausole relative al diritto di recesso dalla società ovvero al diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori, posto che tali diritti debbono essere riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta (c.d. *tag-along* a durata limitata). L'offerente dovrà inoltre verificare, come già richiamato, la pubblicazione di eventuali patti parasociali nel sito *internet* della società.

⁵⁶ Si osserva come l'ammontare complessivo superiore a 5 milioni di euro risulti significativamente maggiore del milione di dollari posto quale soglia massima dal *Jobs Act* nell'ordinamento statunitense.

sia stata sottoscritta da investitori professionali⁵⁷ o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative previsti all'articolo 25, comma 5, D.L. 179/2012 o, ancora, da investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecento mila euro ed in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1, Regolamento Consob⁵⁸. La soglia è però ridotta al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile.

Tale percentuale, seppur ridotta, ha come obiettivo quello di garantire la bontà dell'operazione presentata, posta l'esperienza e la conoscenza dei settori finanziari e tecnologici dei soggetti richiamati.

Invero, e come è stato osservato, ha forse senso chiedersi perché investitori professionali, fondazioni bancarie e gli altri soggetti di cui si è dato conto dovrebbero essere interessati ad investire in entità ridotte, generalmente oggetto dell'attenzione di fondi di *Venture Capital* o di *Business Angels*⁵⁹. Non è infatti da sottovalutare il rischio di legare troppo le piattaforme di *equity*

⁵⁷ Ai sensi del comma 2, art. 24, del Regolamento Consob, il cliente professionale è tenuto a trasmettere su richiesta al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale.

⁵⁸ Gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese devono inoltre possedere almeno uno dei seguenti requisiti: a) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; b) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente. Si rileva, al riguardo, come ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il soggetto interessato sia tenuto a presentare al gestore una serie di documenti: a) una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, è superiore a cinquecento mila euro; b) le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8, comma 1 ovvero la dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445; c) le visure camerali attestanti le cariche di amministratore di piccole e medie imprese e le relative deleghe; d) per ciascuna operazione, la certificazione della piccola e media impresa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio.

⁵⁹ Si veda U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, p. 88; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., p. 2300 ss.

crowdfunding al canale bancario (peraltro, e come visto, già di supporto alla piattaforma *online* per la gestione dei conti correnti utilizzati per la raccolta delle offerte), lo stesso canale bancario dal quale, quantomeno teoricamente, ci si vorrebbe affrancare.

5.3. Il regolamento Consob e la MIFID.

Un secondo nucleo di modifiche apportate al Regolamento è, invece, da ricondursi al recepimento in Italia della MiFID II.

Come è stato richiamato, i soggetti iscritti nella sezione ordinaria del registro godono dell'esenzione dell'applicazione delle direttive MiFID; quantomeno se all'interno di alcune soglie quantitative, al gestore ordinario non troverà applicazione quanto previsto dalla Parte II del TUF e, di conseguenza, non sarà necessario effettuare la profilatura del soggetto investitore nel portale *online*⁶⁰. Dovrà comunque richiamare l'attenzione degli investitori diversi dagli quelli professionali sull'opportunità che gli impieghi in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie e, comunque, effettuare una verifica di appropriatezza.

Si evidenzia, inoltre, come il gestore autorizzato - diversamente da quello di diritto - sia obbligato "solo" alla preventiva valutazione di appropriatezza degli strumenti finanziari proposti all'investitore in base al suo profilo, e non alla più onerosa verifica di adeguatezza⁶¹.

⁶⁰ Cfr. A. PORTOLANO, *op.cit.*, p. 3 ss.

⁶¹ Il gestore ai sensi dell'art.13 comma 5-bis del Regolamento 18592/2013 deve cioè effettuare tale verifica direttamente, senza ricorrere agli intermediari autorizzati (ovvero le Banche incaricate di gestire i bonifici degli investitori), intermediari che diversamente sarebbero tenuti ad effettuare l'attività di verifica esentata per le operazioni più rilevanti. A seguito delle modifiche recentemente apportate al Regolamento Consob, il gestore potrà quindi verificare solo *online* - e tramite un apposito questionario che verrà sottoposto all'investitore nell'ambito della procedura di inserimento degli ordini di adesione che - l'investitore stesso abbia il livello di esperienza e conoscenza necessari per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'operazione comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento, comma 2, lettera b). Il questionario dovrà tenere in considerazione, ad esempio, i tipi di servizi, gli strumenti finanziari con i quali l'investitore ha maggiore dimestichezza, la natura, il volume e la frequenza delle operazioni effettuate in passato e anche tramite portali *online* dall'investitore, il livello di istruzione e la sua professione.

In definitiva, il regolatore italiano ha identificato nel gestore del portale *online* un intermediario nei flussi informativi (c.d. *information intermediary*)⁶², disponendo che renda disponibili agli investitori tutte le informazioni riguardanti l'offerta dell'emittente⁶³, ad aggiornarle costantemente e a renderle accessibili anche a seguito della chiusura dell'offerta⁶⁴.

E' d'altro canto vero che la Consob ha pure previsto che ogni offerta presentata sul portale sia accompagnata dalla comunicazione secondo cui l'intermediario non è responsabile per la completezza e la veridicità delle informazioni trasmesse; si tratta di una disposizione che contribuisce a distanziare la piattaforma di *equity crowdfunding* sia dagli emittenti, che dagli investitori⁶⁵. In particolare, si vuole evitare che il portale *online* perda

⁶² Cfr. V. M. VITALI, *Equity Crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2-3, 2014, p. 389.

⁶³ E infatti, il Regolamento Consob prevede all'art. 13, comma 2° che: "Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi a essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole". Le informazioni che il portale è tenuto a pubblicare sono invece indicate nell'Allegato 3 del Regolamento: i) informazioni sui rischi (descrizione dei rischi specifici dell'emittente e dell'offerta); ii) informazione sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta (e.g. descrizione dell'emittente, degli organi sociali del progetto industriale, ecc.); iii) informazioni sull'offerta (e.g. eventuali costi e commissioni posti a carico dell'investitore, termini e condizioni per il pagamento e per l'assegnazione degli strumenti finanziari sottoscritti; ecc.); iv) informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta".

⁶⁴ Ai sensi dell'art. 13, comma 4, del Regolamento Consob, "il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta". L'eventuale violazione di tali regole di condotta comporta, oltre che l'applicazione di una sanzione amministrativa, anche la sospensione dal registro dei portali ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 7, TUF e dell'art. 13, comma 4, Regolamento Consob. In particolare, si sottolinea come il portale dovrà dare comunicazione agli investitori *online* laddove i soci che detengono il controllo dell'emittente decidano di trasferirlo, direttamente o indirettamente, a terzi.

⁶⁵ Cfr. Allegato 3 del Regolamento Consob. Sul tema, si sottolinea come similmente a quanto avviene in Italia, negli Stati Uniti la SEC abbia affidato al portale *online* specifiche responsabilità in ordine alle informazioni relative alle offerte dell'emittente. Viene però

la propria indipendenza instaurando rapporti di lungo termine con i propri clienti, dovendo quindi esaurire le proprie attività con il completamento dell'offerta.

Si sottolinea, in aggiunta, come la modalità di remunerazione del portale (una percentuale dell'ammontare raccolto in caso l'offerta abbia avuto successo) possa incentivare lo stesso a filtrare le informazioni negative da riportare al mercato. Posto infatti il numero tendenzialmente cospicuo di investitori che ogni intermediario dovrebbe gestire e la propensione dei medesimi a vagliare attentamente le informazioni ricevute, appare evidente come la perdita reputazionale emerga quale elemento in grado di compromettere ogni prospettiva di sviluppo futuro dello stesso portale *online*.

In ogni caso, agli stessi gestori iscritti nella sezione ordinaria - diversamente da quelli presenti in quella speciale - è vietata la prestazione di altre consulenze finanziarie verso gli investitori, oltre che la detenzione di risorse finanziarie di pertinenza degli investitori⁶⁶; contribuisce senz'altro a distanziare il portale sia dagli emittenti che dagli investitori. E' infatti da considerarsi che il portale, per la natura dell'attività svolta e per le restrizioni poste dalla legge, tenderà in generale a non avere rapporti di lungo termine con i propri clienti, esaurendo piuttosto la propria funzione con il completamento dell'offerta⁶⁷.

Le piattaforme di *equity crowdfunding* non possono inoltre sottoscrivere le quote oggetto di offerta, dovendosi invece "appoggiare" ad un

imposto all'intermediario anche il compito di monitorare tutte le fasi del collocamento, obbligandolo a sospendere ogni attività in ipotesi sia presente un rischio di frode agli investitori e, di fatto, rendendolo responsabile con il medesimo emittente dei danni eventualmente cagionati. Cfr. C. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2016, 1, p. 7.

⁶⁶ Ai sensi dell'art. 13, comma 3, secondo periodo, Regolamento Consob, "il gestore [...] si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte a influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime". Si veda, inoltre ed al riguardo, quanto disposto dall' art. 50-*quinquies*, comma 4, TUF, secondo cui "i soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi".

⁶⁷ Come è stato osservato, alla luce di tali caratteristiche difficilmente il portale potrà essere vincolato o controllato dal proprio cliente, rimanendo molto più indipendente rispetto agli altri intermediari sottoscrittori (*underwriters*) di azioni o quote per altri investitori. Sul tema, v. C. IOVIENO, *op.cit.*, p. 11 ss.

intermediario autorizzato, deputato al perfezionamento degli ordini ad al deposito delle somme raccolte in un conto indisponibile a favore dell'offerente⁶⁸.

Sono infine presenti altri profili a garanzia degli investitori, quantomeno rispetto all'operatività delle piattaforme iscritte nella sezione ordinaria del registro. Ci si riferisce, in particolare, all'obbligo di predisporre e rispettare rigorose procedure sui conflitti di interessi⁶⁹, nonché a quello di rispettare le disposizioni provenienti dalla Consob in ordine a specifici processi per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme (c.d. *whistleblowing* interno)⁷⁰.

5.3. L'auto-collocamento delle partecipazioni.

Il Regolamento n. 18592/2013 in materia di *equity crowdfunding* disciplina espressamente anche c.d. auto-collocamento (o *self-placement*), ovvero la pubblicazione sulle piattaforme di proposte di investimento relative al capitale di rischio dei gestori.

Tali operazioni non risultano vietate, sebbene la Consob le abbia subordinate al rispetto di alcuni vincoli rigorosi e abbia comunque disposto

⁶⁸ Solo al termine della campagna di investimento verrà disposta la chiusura del conto indisponibile liberando le somme in base al raggiungimento o meno del traguardo prefissato: se la campagna avrà avuto successo il capitale verrà trasferito alla società offerente, altrimenti sarà restituito agli investitori.

⁶⁹ Ad esempio, comunicando per tempo agli investitori gli eventuali conflitti di interessi, laddove le procedure interne non risultassero sufficienti, piuttosto che con l'introduzione di regole interne in ipotesi di offerta di quote riferibili allo stesso gestore (c.d. auto-collocamento).

⁷⁰ Si veda, al riguardo, l'art. 50-*quinquies*, comma 6-*bis*, TUF, che dispone la delega alla Consob in ordine alle disposizioni attuative dell'art. 4-*undecies* TUF in materia di *whistleblowing*, così come introdotto dall'art. 2 del d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017. Il Regolamento affronta invece tali tematiche all'art. 20-*bis*; al riguardo, l'organo amministrativo del gestore del portale potrà ad esempio nominare un responsabile dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni, il quale ne assicurerà la corretta funzionalità e riferirà direttamente e senza indugio agli organi aziendali competenti le informazioni oggetto di segnalazione, ove rilevanti. Potranno inoltre essere individuate procedure per i soggetti preposti alla ricezione, esame e valutazione delle segnalazioni individuati, il tutto nel rispetto della confidenzialità delle informazioni ricevute.

l'obbligo di astensione dal condurre l'offerta, laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente.

E infatti, in ipotesi si vogliano collocare le quote della stessa società di *equity crowdfunding*, dovranno essere adottate efficaci procedure volte ad assicurare che gli strumenti offerti siano compatibili con gli obiettivi del mercato di riferimento e dovrà, in ogni caso, essere affidato l'incarico ad un soggetto terzo indipendente in ordine alla redazione di una *due diligence* dei prodotti offerti. Dovranno inoltre essere affidati ai soggetti esterni che ricevono gli ordini - e non al gestore del portale - il compito di effettuare la valutazione di adeguatezza dei prodotti finanziari rispetto al profilo dell'investitore⁷¹.

5.4. Un mercato secondario per le partecipazioni negoziate direttamente sul portale *online*?

La disciplina analizzata non prevede, quantomeno in modo diretto, una *exit strategy* per chi abbia investito in partecipazioni sulla piattaforma *online*. Posto infatti che le partecipazioni non sono negoziabili su mercati organizzati, è forte il rischio che l'investitore rimanga prigioniero dell'investimento, poiché non in condizione di individuare altri acquirenti interessati⁷².

Tuttavia, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio delle partecipazioni precedentemente negoziate *online*, è opportuno che vengano proposte alcune soluzioni al fine di facilitare, in ogni caso, l'uscita dall'investimento.

Come è stato osservato, la società offerente potrebbe ad esempio favorire - sempre tramite il portale *online* - una vetrina virtuale tra gli investitori (*blog*) in modo che i medesimi investitori possano scambiarsi informazioni ed eventualmente agevolare la compravendita dei propri prodotti finanziari⁷³. Sempre che la società emittente non riuscisse a crescere al tal punto da poter essere quotata in borsa, con ovvie facilitazioni in ordine alla

⁷¹ Cfr. A. PORTOLANO, *op.cit.*, p. 5.

⁷² Cfr. N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2016, p. 10 ss.

⁷³ E. FREGONARA *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., p. 2301.

smobilizzazione degli investimenti, soprattutto in ipotesi abbiano nel frattempo creato valore⁷⁴.

Un altro metodo al fine di favorire ottenere il processo di trasferimento delle partecipazioni potrebbe infine essere ottenuto, sulla base di quanto previsto dall'art. 100-ter TUF, tramite il contributo operativo delle società fiduciarie, qualora le stesse partecipazioni acquisite siano intestate a queste ultime. Infatti, la fiduciaria - nel rispetto delle note forme di pubblicità ed assumendo la titolarità della partecipazione per conto degli investitori - ben potrà cedere ad altro soggetto interessato le quote come semplice atto interno di trasferimento, sempre a condizione che anche l'acquirente dia mandato alla fiduciaria⁷⁵.

Appare peraltro evidente che, qualora anche la fiduciaria disponga di portali e servizi *online* - magari in convenzione con la stessa piattaforma di *equity crowdfunding* - tale processo risulterà ancora più agevole per il cliente, che potrà disporre con le medesime modalità (via *web*) sia l'intestazione che la cessione/acquisizione della partecipazione.

In definitiva, al fine di mitigare il rischio illiquidità degli investimenti, è ipotizzabile la creazione di un *marketplace* dedicato all'interno della piattaforma informatica nel quale sia consentito mettere in vendita o acquistare quote ed azioni in maniera rapida e riservata. Deve peraltro sottolinearsi come, nell'ambito di un mandato di amministrazione di valori con intestazione, la gestione della relativa fiscalità risulti completamente in capo alla società fiduciaria, ovviamente previa istruzioni impartite dal soggetto fiduciante. L'equiparazione di trattamento fiscale tra le partecipazioni qualificate e quelle non qualificate - introdotte con la legge di bilancio 205/2017 - può peraltro tendere ad agevolare tale processo di "delega" di gestione della partecipazione: venendo meno la tassazione progressiva, infatti, sia per i redditi di capitale che per i redditi diversi la relativa imposta potrà essere applicata dal sostituto nella misura del 26% a titolo definitivo⁷⁶.

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ In definitiva, con una semplice istruzione trasmessa alla fiduciaria da parte dell'acquirente e del cedente si evitano le forme di pubblicità dell'atto di trasferimento, in quanto la titolarità della partecipazione rimane in capo alla fiduciaria che provvederà al trasferimento interno mediante una semplice scrittura nell'ambito delle proprie rubriche intestate ai fiducianti.

⁷⁶ La prima operazione chiusa di raccolta di capitali su una piattaforma di *equity crowdfunding* con contestuale intestazione delle quote della società in raccolta a un unico

Appare evidente - a parere di chi scrive ed in conclusione di tali riflessioni sul tema - come questa forma di rubricazione delle quote possa in breve tempo favorire lo sviluppo di un mercato secondario di prodotti finanziari delle *start up* innovative e delle PMI, propedeutico ad un'ulteriore crescita di tutto il settore dell'*equity crowdfunding*.

6. Conclusioni.

Il fenomeno dell'*equity crowdfunding* rappresenta certamente un'opportunità dalle enormi potenzialità di sviluppo anche in Italia, a maggior ragione a seguito della grande attenzione posta del legislatore.

L'impiego di strumenti digitali e tecnologici che lo accompagnano, contribuiscono peraltro ad incrementarne l'interesse e, per certi versi, il fascino verso "le folle", aumentandone quindi la percezione di strumento finanziario nuovo e dirompente, nonché in grado di contribuire ad aumentare la disintermediazione dei mercati e, conseguentemente, la loro efficienza.

Se poi prenderà piede, così come sembra, la gestione di *marketplaces* secondari per gli strumenti finanziari offerti dalle piattaforme di *equity crowdfunding* tramite società fiduciarie, appare evidente come gli stessi portali *online* possano ulteriormente svilupparsi, creando sostanzialmente mercati analoghi a quelli gestiti attraverso l'intermediario abilitato Monte Titoli s.p.a. quando si negoziano azioni di società quotate nell'AIM.

Purtuttavia, appare doveroso evidenziare come i frequenti interventi normativi in materia abbiano rappresentato - almeno fino ad oggi - un freno allo sviluppo della sua operatività. Non è peraltro da escludersi, stante il dibattito da tempo instauratosi anche presso le Istituzioni continentali sul tema, che nell'immediato futuro vengano proposti ulteriori interventi normativi a livello europeo volti ad introdurre una disciplina generale per

soggetto fiduciario è della fine del 2017: si tratta del primo round di raccolta della start-up innovativa *WishRaiser* sul portale *Club Deal Online*, piattaforma autorizzata a marzo 2017 allo scopo di intermediare investimenti in *startup* e *scaleup* riservati a *high-net-worth individual* e *family office*.

il fenomeno del *crowdfunding*, integrando ulteriormente quanto disposto in particolare dalla regolamentazione italiana.

D'altro canto, appare doveroso sottolineare come proprio gli ultimi interventi regolamentari di cui nel presente contributo si è cercato di dare conto abbiano contribuito a dissolvere, una volta per tutte, il binomio *equity crowdfunding* - imprenditorialità innovativa, ampliando e proponendo alle PMI italiane, finalmente, nuove e significative prospettive di finanziamento.